

## **Interní protokol z mimořádného jednání bankovní rady ČNB dne 9. 4. 1999**

**Přítomni pánové Tošovský, Dědek, Tůma, Niedermayer, Racoča, Štěpánek**

### **1.1 Úvodní slovo ředitele Čapka, v zastoupení vrchního ředitele Hrnčíře**

Základním důvodem jednání mimořádné bankovní rady je včerejší rozhodnutí Evropské centrální banky o snížení úrokových sazeb. Vedle toho je však nutné upozornit i na některá nová data. Peněžní zásoba se v březnu vrátila na umírněnější růstovou trajektorii z loňského roku, od začátku roku poklesly úvěry očištěné o kursové vlivy zhruba o 3 mld. Kč. Výnosová křivka peněžního trhu zůstává inverzní, čili trh zřejmě očekává snížení sazeb nebo nižší inflaci.

Úrokový diferenciál vůči Euru se během posledního roku výrazně snížil (z cca 10 p.b. na asi 4 body), protipohyb o půl bodu by indikoval možnost apreciacie kursu. Na konci roku očekáváme CPI okolo 4,5 %, čili nynější reálné sazby by odpovídaly 3 %; přitom klientské jsou nad pěti procenty, což se v ekonomice, která je v recesi, zdá být poměrně vysoká úroveň.

Depreciace kursu je nejspíš reakcí na několikráté rozhodnutí o snižování sazeb. Tento trend se zastavil, poslední dny spíš ukazovaly na opačný pohyb. Úvahy o vývoji kursu, které se opírají především o příznivou prognózu platební bilance, naznačují, že je pravděpodobnější zachování jeho úrovně nebo dokonce zhodnocení, než depreciace. Potvrzuje to i zkoumání tzv. výnosové parity, která srovnává výnosy na německém a našem trhu bondů, a která určitým způsobem indikuje očekávání trhu o vývoji kursu v následujícím období.

Vztah domácí nabídky a poptávky ke vnější rovnováze: meziroční pokles domácí poptávky se postupně zmírnil, a tato skutečnost při současné hloubce poklesu HDP vyvolává obavy z narůstání vnější nerovnováhy. Zde je důležité posoudit, zda k tomuto riziku dochází spíš v důsledku nevhodného nastavení domácích politik, anebo v důsledku vnějšího vývoje. Podle našich analýz se nezdá, že by v oblasti fiskální a důchodové politiky existovalo nebezpečí nadměrné stimulace vysokého růstu poptávky, a tedy i vnější nerovnováhy. Strukturální deficit státního rozpočtu by neměl překročit úroveň loňského roku. Růst reálných mezd při současném stavu inflace je logický, ale poslední čísla o nominálních mzdách v podnikatelské sféře svědčí o jisté umírněnosti. Vývoj tedy nemusí být tak proinflační, jak jsme se obávali ještě počátkem roku. Letos by spotřeba domácností měla reálně vzrůst asi o 1 %.

Ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni znamená opětovné zvýšení diferenciálu, příliv kapitálu, možnou apreciaci kursu, a tedy riziko vnější nerovnováhy. Různé instituce přehodnocují výhledy hospodářského růstu v Evropě směrem dolů, což přispělo k rozhodnutí ECB o snížení sazeb. Toto vše ztěžuje možnosti našeho exportu a zvyšuje riziko, že na negativní tendence ve vývoji vnějších vztahů mohou později trhy reagovat prudkou depreciací koruny.

## 1.2 Dotazy a diskuse členů BR

**Viceguv. Dědek:** Jaký je aktuální odhad vývoje světových cen surovin?

**Guv. Tošovský:** Lze zde tlumočit názor MMF: růst cen ropy je přechodný ze dvou důvodů: nespolehlivost dohod v kartelu OPEC a existence velkých zásob. Analýzy MMF jsou takové, že situace ve světové ekonomice je podstatně jiná než dříve, existuje nadbytek produkčních kapacit, proto inflační prostředí a přehřátí ekonomiky zdaleka nehrozí. To mají mít na zřeteli i centrální banky. Ze strany Fondu existoval jistý nátlak na ECB na snížení sazeb.

**Vrch. řed. Racoča:** Požadavek na bližší vysvětlení důvodů proč by měl strukturální deficit státního rozpočtu klesnout, při současném růstu celkového schodku.

**Vrch. řed. Štěpánek:** Strukturální deficity jsou indikátorem vývoje v delších obdobích, pro rok je víc směrodatné nominální saldo, které ovlivňuje poptávku v daném roce.

**Viceguv. Tůma:** Diskuse o aktuálním stavu ekonomiky nejsou pro dnešní jednání bankovní rady relevantní, zvláště po informacích, které měla k dispozici již na posledních jednáních. Dnes je důležité rozhodnout, zda chceme reagovat na krok ECB a vyplnit prostor vzniklý zvětšením úrokového diferenciálu. Na novou diskusi o ekonomice nejsme připraveni.

**Guv. Tošovský:** Důvodem dnešního jednání skutečně nejsou např. nová čísla o inflaci, i když ta jsou opět o něco nižší než jsme očekávali. Pan Hrnčíř aktuálně informoval o tom, že v posledním týdnu došlo už k jistému zvýšení cen některých potravin a zřetelněji u pohonných hmot. Důvodem svolání mimořádného jednání bankovní rady je změna měnového prostředí u našeho nejdůležitějšího partnera – zemí eurozóny. Snížení o 50 baz. bodů je dost radikální.

**Vrch.řed. Štěpánek:** Zatím se rozhodování bankovní rady řídilo multikriteriálním přístupem. Pro dnešní rozhodnutí se vyzvedává jedině kritérium na úkor ostatních. To je dost zásadní změna přístupu a nový signál o našich postupech. Je nutné se i do budoucna rozhodnout, jak na podobná rozhodnutí ECB reagovat. Zatím ani nevíme, jak důvody jejího rozhodnutí interpretovat, zda jde např. o signál daleko většího zpomalení dynamiky v eurozóně než jsme čekali. Některé závěry řed. Čapka se lišily od předchozích informací p. Hrnčíře, zejména se teď více potlačuje obava z další deprecie a riziko růstu dovozních cen, což byl jeden z pilířů našich úvah o budoucí inflaci. Rovněž jsme víc zdůrazňovali riziko poptávkového tlaku rozpočtové a mzdové politiky. Nelze najednou přejít k bagatelizaci těchto faktorů. Nové zprávy o outputu, nezaměstnanosti a inflaci anebo o pomalejším hospodářském růstu v Evropě nejsou novinkou, a proto ani důvodem pro zásadnější pootočení měnové politiky.

**Viceguv. Dědek:** Dnešní rozhodování je jednodušší než dříve, jde jen o míru reakce na rozhodnutí ECB. Pokud jde o multikriteriální přístup, pak jeho princip není v tom, že jednotlivé faktory mají stále stejnou váhu, ale naopak ve vystižení, co je v dané chvíli důležitější. Jestli ČNB nebude reagovat na tak významnou změnu ve vnějším prostředí, dojde k apreciaci kursu a tím ke zpřísnění měnových podmínek. Proto se dnešní rozhodování nezdá být příliš obtížné.

**Viceguv. Tůma** Tlumočil telefonicky sdělené stanovisko vrch. řed. Hrnčíře: nová čísla o inflaci nejsou důvodem k měnově politickému rozhodnutí, ale krok ECB je významnou změnou i pro nás důležitých parametrů. Když máme rozhodnout o naší reakci, tak v každém případě brzy, osobně p. Hrnčíř doporučuje snížení o 0,3 procentního bodu.

**Guv. Tošovský:** Je nutné prodiskutovat, co pro naši další měnovou politiku v budoucnu znamenají rozhodnutí ECB. Na jedné straně je nelze přehlížet, ale na druhé straně jsme v jiném prostředí, a proto se nemůžeme vždy chovat jako ECB. Kurs v posledních dnech krátkodobě aprecioval, toto nemusí být rozhodující, ale čekáme velký přebytek na finančním účtu, což může být pro další vývoj kursu rizikem. O kursově politice v rámci inflačního cílení rovněž musíme debatovat; je pro nás důležitější než pro relativně uzavřenou ekonomiku eurozóny. Kurs je nyní volatilní, výkyv směrem k apreciaci byl dost výrazný. Právě obdržená informace je o tom, že všechny své úrokové sazby snížila i maďarská centrální banka (o půl bodu).

**Viceguv. Tůma:** Úrokový diferenciál k euru je důležitý z hlediska zbožových toků, ale pohyby na kapitálovém účtu jsou významně ovlivněny také diferenciálem k dolaru. Tam je diferenciál podstatně nižší, možná jsme na hranici rizikové premie. Na důsledcích opatření ECB bylo zvláštní, že po snížení sazeb euro nestandardně zhodnotilo vůči dolaru, což komplikuje naše úvahy. Udržení parity vůči euru vlastně znamená zhodnocení koruny k dolaru a všechny důsledky tohoto posunu nelze rychle domyslet. Výkyv euro/dolar lze možná interpretovat jako víru trhů, že uvolnění bude znamenat silný impuls hospodářského růstu v eurozóně. Je to nesrovnatelně uzavřenější ekonomika než my, proto si mohou dovolit dělat velmi rázné kroky bez ohledu na kursově důsledky, takže přesné kopírování není nezbytné. Schválená měnová strategie předpokládá, že se budeme stále víc vázat na vývoj v eurozóně, ale potřebná diskuse k tomu neproběhla. Rozumnou reakcí se zdá být snížení o 0,3 bodu, čili citlivější postup.

**Guv. Tošovský:** Dřívější měnový koš pro korunu také preferoval váhu marky v našich vnějších vztazích, pro konkurenční schopnost české ekonomiky je relevantní měnou euro. Po případném dalším snížení by nic nehrozilo na běžném účtu. Diskuse o tom, jaký vliv to může mít na finanční účet je jistě dost spekulativní. Dnešní cca 30 % podíl krátkodobého kapitálu není sice velkým rizikem, ale nechceme nahrávat jeho dalšímu přílivu. Přímé investice přicházejí více z Evropy; pro dlouhodobé investory znamenají vyšší úrokové sazby nižší šanci uplatnění na zdejším trhu. Naopak přitahují do domácí ekonomiky krátkodobý kapitál.

**Viceguv. Dědek:** Zhodnocení eura bylo sice proti standardní logice, ale možná bylo snížení sazeb ECB už anticipováno trhem. Působení diferenciálu mezi korunou a dolarem je jednoduché např. z hlediska investora, který nechce investovat v USA, ale rozhoduje se mezi eurozónou a ČR: pro něj při neměnnosti našich sazeb jsme atraktivnější. To je ovšem mechanická úvaha, která se nedívá např. na volatilitu kursu. Důležité je nyní vyhnout se apreciaci vůči euru. Ve hře je aktuálně také přiměřený psychologický účinek našeho opatření a volby jeho okamžiku; má možná větší váhu než stav fundamentálních faktorů.

**Vrch. řed. Štěpánek:** Má-li být rozhodováno, pak skutečně dnes. Přesto zůstává dojem, že se zde realizuje krok směrem, který zatím nebyl běžný a z časových důvodů neumožňuje všestranné posouzení.

**Guv. Tošovský:** Lze si představit časové navazování schůzí bankovní rady na jednání ECB, kde časový rozvrh známe, takže při projednávání naší měnové situace je možné k jejímu postupu přihlídnout. Připravuje se systém projednávání materiálů měnové sekce, takže i tento moment je tam dobré zmínit. K rozhodnutí ECB: prezident Duisenberg přiznává, že snížení bylo větší než se obecně očekávalo a směřovalo k tomu, aby vyloučilo anticipace o dalším snižování. Dnešní rozhodování děláme s vědomím, že jsme u dna poklesu inflace, ale o tom už delší dobu víme. V našich předpovědích inflace byl dosud vždy střed vychýlen ke spodní hranici intervalu, proto riziko nějakého překročení cíle zůstává minimální a přitom se časový horizont do konce roku dále zkracuje.

**Vrch. řed. Niedermayer:** Problém je přijímat rozhodnutí bez příslušného materiálu a jeho prostudování. Možná je únosné tuto diskusi vést až v pondělí ráno. Údajně bude prognóza inflace opravena směrem vzhůru, ale nevíme, o kolik. Proto chybějí hlavní argumenty, proč snížit sazby. Hlavní obava je, abychom dnešní rozhodnutí neeliminovali po dvou-třech měsících opačným krokem motivovaným vnitřními inflačními tlaky. Natolik flexibilní přístup by byl nepřijatelný.

**Viceguv. Tůma:** Publikované odhady čisté inflace na konci roku se pohybují od tří do šesti procent, takže míra nejistoty je asi velká. Preferuje menší snížení sazeb, lhostejno zda o 0,25 nebo o 0,3 bodu, to už je víceméně technická záležitost. Od minulého jednání bankovní rady se nestalo nic tak podstatného, hlavní trendy z minulého roku se zastavily a asi dokonce obrátily. Jestliže jsme byli na hraně dalšího možného sestupu sazeb, neměli bychom se odchylovat od strategie testování trhu i s rizikem, že nám trh nemusí úplně věřit a bude tlačit na další krok. Proti tomu však stojí riziko, že nevíme, co udělá nová relace k dolaru, což nelze předem bagatelizovat. Pokud by většinové stanovisko bankovní rady bylo snížit o 0,5 bodu, připojí se k němu.

**Guv. Tošovský:** Kdyby naše snížení bylo nedostatečné, bude trh tlačit na stejně velký krok, jaký udělala ECB. Tento názor podpořil v diskusi i vedoucí mise MMF p. Artus.

**Viceguv. Dědek:** Indikátory budou zřejmě naznačovat, že se blížíme ke dnu ekonomické recese. I při předchozí situaci bylo možné, že nějaký malý prostor (čtvrt procenta apod.) ještě pro další snížení sazeb existoval. Dnes považuje snížení o 0,5 bodu za přiměřené a nemělo by mít vliv na depreciaci kursu.

**Vrch. řed. Štěpánek:** Několik údajů ze včerejšího dne nevede k rozptýlení obav z vývoje tuzemské poptávky a její inflační implikace na konci tohoto roku. Zde prezentované vize o budoucnosti nejsou zcela jednoznačné a přesvědčivé. Ještě je nutné diskutovat způsob zveřejnění dnešního rozhodnutí. Konkrétně by tam měl být uveden jeho důvod, tj. opatření ECB, a to, že se hodnocení kontextu ekonomické situace ČR vyjádřené na dřívějších jednáních bankovní rady nezměnilo. Snížení by nemuselo být v plném rozsahu, tj. stačí cca o 0,3 bodu.

**Vrch. řed. Racocha:** Devizový trh asi je ochoten akceptovat i větší krok ve snižování sazeb, neměl by rozkolísat kurs koruny, naopak nelze vyloučit dokonce její posílení. Druhým aspektem jsou stále se zhoršující předpoklady pro vývoj ve druhé polovině roku, jenže momentální čísla jej nepotvrzují. Proto ani horší inflace v závěru roku nebude zřejmě znamenat překročení inflačního cíle, i když případné znehodnocení koruny vůči dolaru znamená vyšší dovozní ceny. Přiklání se ke snížení o 0,5 procentního bodu, pozdější případnou flexibilní reakci nepovažuje za chybnou.

**Vrch. řed. Niedermayer:** Pokud je rozhodnutí o snížení reposazby jasné, přiklání se k jeho nižšímu rozsahu, čtvrt procenta nebo 30 bazických bodů. Míra 0,25 je možná lepším předpokladem pro další postup (opět o čtvrt procenta nahoru či dolů) než snížení o 0,3 bodu. Rozhodování o zásadních opatřeních měnové politiky bez příslušných materiálů je ovšem chybou.

*Vrch. řed. Hrnčíř telefonicky sdělil ze zahraničí své stanovisko: Snížení o 0,25 či o 0,3 bodu lépe zachovává měnovou situaci, která byla před rozhodnutím ECB. Další postup je možný až po předložení příslušných materiálů a diskuse bankovní rady. Zatím jsme postupovali po celých desetinách procenta, proto je asi míra snížení o 0,3 vhodnější.*

**Guv. Tošovský:** Pokud jde o to, zda dnes rozhodnout o snížení nebo ponechání sazeb, pak většina členů bankovní rady je pro, aby se rozhodlo již dnes. Pokud jde o rozsah snížení úrokové sazby: podle zákona o ČNB rozhoduje v případě rovnosti hlasů členů bankovní rady hlas předsedajícího. Toto právo dnes předsedající nevyužije, ale respektuje stanovisko p. Hrnčíře vzhledem k jeho primární odpovědnosti za měnovou politiku. Výsledkem dnešního jednání bankovní rady je tedy snížení sazby pro dvoutýdenní repooperace ČNB o 0,3 procentního bodu s okamžitou platností, o čemž rozhodla většina přítomných. Je třeba do budoucna upřesnit způsob hlasování členů bankovní rady, pokud by z naléhavých důvodů bylo třeba její jednání uspořádat konferenčním způsobem (bez fyzické přítomnosti některého člena na jednání) a bez náležitých písemných podkladů.

### **1.3 Úkoly z jednání BR**

- V připravovaném návrhu na systém předkládání a projednávání měnově politických materiálů zvážit jejich obsahovou a časovou návaznost na jednání Evropské centrální banky.
- Navrhnout bankovní radě zpřesnění způsobu jejího hlasování ve vyjimečných případech, kdy je některý z jejích členů přítomen jejímu jednání pouze prostřednictvím trvalého telefonického spojení (dosud jednacím řádem uvažuje jen s fyzicky přítomnými členy).

### **1.4. Rozhodnutí BR**

Bankovní rada rozhodla většinou čtyř proti dvěma hlasům snížit s okamžitou platností limitní sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB ze 7,5 % na 7,2 %, tedy o 0,3 procentního bodu.

### **1.5 Pilotní verze závěrečných prohlášení (Final Statements)**

**Guvernér Tošovský:** Na rozhodnutí ECB je třeba reagovat co nejrychleji, a proto prosazuje snížení sazeb s okamžitou platností, a nikoli až od začátku následujícího týdne. Je třeba přihlížet i ke globálnímu vývoji, přehřátí ekonomik a inflace nehrozí. Přiklání se ke stanovisku vrchního ředitele odpovědného za měnovou oblast a souhlasí se snížením reposazby o 0,3 procentního bodu s tím, že prostor pro možné další kroky bude diskutován nad příští situační zprávou.

**Viceguvernér Dědek:** Motivem jednání bankovní rady je pouze rozhodnutí ECB, nikoli vnitřní situace v zemi, a proto i reakce má být bezprostřední. Nebude-li ČNB přiměřeně reagovat, může dojít k apreciaci kursu a větší měnové restrikcii. Hlasuje pro snížení sazby o 0,5 procentního bodu.

**Viceguvernér Tůma:** Rozsah a častost měnových opatření ECB nemusí být pro podmínky ČR vždy plně směřodatné, zejména s ohledem na velký rozdíl v míře otevřenosti ekonomiky a citlivosti kursu na pohyb úroků. Je nutné zvažovat i vývoj diferenciálu vůči dolaru. Doporučuje u reposazby snížení o 0,3 procentního bodu.

**Vrchní ředitel Niedermayer:** Projednávání měnově politického opatření bez příslušného materiálu je vždy problematické. Je třeba zabránit, aby dnešní rozhodnutí nemuselo být v horizontu 2-3 měsíců korigováno opačným krokem. Pokud má dnes dojít ke snížení úrokové sazby, připojuje se ke snížení o 0,3 bodu (ke zvážení se dává možná technicky schůdnější krok o 0,25 %).

**Vrchní ředitel Racoča:** Ve druhém pololetí se zřejmě oprávněně predikuje vyšší dynamika cen, ale zatím cenové pohyby pravidelně zaostávaly za našimi očekáváními. Riziko velkého znehodnocení kursu po snížení sazeb je menší než riziko překročení inflačního cíle z vnitřních důvodů. Proto doporučuje snížení reposazby o 0,5 procentního bodu.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Realizuje se krok, který zatím nebyl běžným postupem ČNB, proto je třeba prodiskutovat budoucí reakce na opatření ECB. Údaje o nízké březnové inflaci nerozpýtlily obavy z vlivu depreciovaného kursu, vyšších světových cen a růstu domácí poptávky na budoucí inflaci. Doporučuje snížení o 0,3 procentního bodu.

Zapsal: Ing. P. Krejčí, Sbor poradců bankovní rady